

高橋正彦著

『増補新版 証券化の法と経済学』

(NTT 出版 2009年)

原田 喜美枝

本書の初版の出版は2004年で、書評対象の増補新版はそこから5年余りが経過した2009年12月に出版されている。“増補”されているのは巻末に加えられている補章(265ページから始まり349ページまでの84ページ)である。近年の法整備や証券化をめぐる様々な内外の動向が収められている。この書評は増補新版を対象としているので増補部分に焦点をあてているのだが、本書が他の類似書と比べどのような特徴を備えているのかについてまず初めに記しておきたい。

証券化商品の市場の成長とともに、証券化に関する書籍が数多く出版されてきたが、理論的・学術的かつ実務的にも対応できる内容を記した書籍は少なく、本書の初版は貴重な一冊だった。しかし、初版が出版されて以降の法・会計・税制度の変遷、内外の環境変化については、当然のことながら反映されていなかった。そして、この5年の間に証券化を取り巻く環境は大きく様変わりした。アップデート版を出してほしいと切に願う書籍の一冊が本書だった。評者にとってこの増補新版は待ちに待った一冊だったのである。

証券化に関する書籍には大きく分けて三種類のものがあると評者は感じている。証券化は

“魔法の杖”であり、この世に証券化できないものはないと説明する類の書籍、証券化は世界を同時不況に陥れた元凶とみなす類の書籍、そして時流に流されずに証券化の仕組みを専門的に解説する書籍、の三種類である。2006年までと2007年以降に分けて考えるとわかりやすい。この時期を境に証券化に対する一般の人々のイメージは激変したと言っても過言ではないだろう。証券化がもてはやされた2006年まで、サブプライム・ローン問題やリーマン・ショックにより金融版大量破壊兵器として揶揄された2007年以降、の違いである。良書は時代を経ても色あせないが、証券化のように法・会計・税制度が変化する分野では、残念ながら出版から時が経るにつれてカバーできない範囲が増えていくという問題があった。とりわけ、日本では2004年以降に金融関連の法整備が一気に進み、証券化を取り巻く制度面の環境も大きく様変わりしている。本書の増補新版が出版の運びとなったことは喜ばしい限りである。

本書の良さは、著者がはしがきで述べているように、「①理論・制度・実務の各面にわたり、②法律学・経済学(・会計・税制)の各専門領域にまたがり、③研究書・概説書を兼ねられる、本格的な著作を目指した」点にある。法

律・会計・税制を網羅しているだけでなく、過去に問題となった証券化に関連する事例をとりあげ、わかりやすい言葉で解説している点も本書を薦める理由である。

前置きが長くなったが、以下では増補部分に焦点をあてつつ本書の内容を紹介したい。¹⁾ 本書の構成は、第1章「証券化と金融システム」、第2章「証券化と金融法制」、第3章「証券化と倒産法制」、第4章「証券化と会計」、第5章「証券化と税制」、終章「証券化の法と経済学を目指して」、補章「近年の証券化と関連法制の動向」となっている。増補された補章は「近年の証券化と関連法制等の動向」と表題がついているが、カバーされている内容は、大きく分けて2つ：サブプライム・ローン問題に始まる世界金融危機についての概説の部分と、民・商法、倒産法制などの基本法レベルでの「大立法時代」と筆者が呼ぶ、2004年以降の法整備についての部分である。

前半部分のサブプライム・ローン問題に関する記述については、避けて通ることのできない証券化のターニング・ポイントといえるだろう。補章の第1節「世界金融危機と証券化」にコンパクトにまとめられている。日本の証券化市場は2006年までは順調に成長したが、2007年以降は一転して縮小している。この背景にはかならずしも米国と同じ理由があったわけではないのだが、2007年夏ごろから深刻化した米国発のサブプライム・ローン問題を説明しなければ、日本でマーケットが縮小している理由を十分に説明できない。

サブプライム・ローンは証券化の仕組みなどを通じて、世界的な金融危機を引き起こしたという点は異論のないところであろう。しかし、筆者も述べているように、証券化の手法そのもの

の間違いだっただけではない。サブプライム・ローンに関わる特殊な証券化の問題であり、証券化そのものを否定するような議論は誤りである。この点は第1節の終わりのほうに「証券化悪玉論」的な批判に対して理論的に反論している。日本の証券化商品については、米国のような深刻な事態に至っていないことも詳しく述べられている。

第2節と第3節では、本書の筆者が「第四の波」と呼ぶ広範な金融法整備についてまとめられている。明治期に六法が制定されてから既に100年以上が経過したのだが、この間継ぎはぎだらけで改正され、わかりにくくなっていた。明治期以来の抜本的な改正をしようという法務省のプログラムに沿った動きは、第2節「大立法の始まり」で説明され、大まかな流れが把握できるようになっている。この節では会社法についても概説されている。

第3節「商事信託法制としての新・信託法と新・信託業法」は、タイトルからわかるように、信託法と信託業法についての節であり、両法律について詳細に記されている。法律の取り上げ方の違いをみると、証券化と各法律の関連の強さが自ずと伺えるように思う。信託について書かれているページは相対的に多い。

旧法を廃止して、名前は同じだが(新・)信託法と(新・)信託業法として施行されている。旧信託法が想定していた使い方とは異なり、信託は投資のための手段として用いられてきた。証券化の器として会社形態のSPCだけでなく、信託が広く利用されてきたのである(この点については第2章でも詳しく解説されている)。しかし、80年以上も前に制定された旧信託法は証券化を想定していなかったために、実務上不明瞭な点が多くあり、証券化に支

障をもたらしていた面があった。筆者は「(新・)信託法は、「大立法」の一環を成すものであるが、こうした基本法レベルでの本格的な立法は、先行する証券化関連等の個別の法制整備の成果を取り込んだものでもある。」とみている。

信託法よりも実務上の要請が強かったのが信託業法の改正であった。信託業法の全面的な改正は信託法に先立ち2004年12月に(信託法は2007年9月にそれぞれ)施行されている(ともに旧法廃止・新法制定)。要点の詳細は本書に譲りたいが、銀行以外の信託会社が認められるようになったこと、信託できるものに制限がなくなったこと、が大きな変更点といえよう。新しい形態の信託制度と証券化への応用について解説されているが、評者にとって興味深いのは、新・信託業法の中に特定債権法の廃止が盛り込まれたことに対する筆者のコメントである。“変則的な立法技術”という言葉は揶揄であり、筆者の複雑な心境を伺い知ることができるように思う。

第4節「証券取引法、金融商品取引法と有価証券概念」は、本書の筆者が長年取り組んできた専門領域といえよう。証券取引法上の有価証券概念の変遷について、歴史を遡りわかりやすく解説されている。(新・)信託法と関連するが、金融商品取引法第2条では、2項みなし有価証券に信託受益権が規定されたことなど、証券化に関する部分に焦点をあてつつ解説されている。信託受益権がみなし有価証券とされた理由についても推察されていて、明瞭である。

本書の主題から外れる部分、ないし紙幅の関係と思われるが、細かく触れられていない部分もある。たとえば、金融審議会で議論され始めた“金融サービス法”構想は、その後“投資

サービス法”と呼び名が変わり、2006年に“金融商品取引法”という正式名称になり、2007年に施行されている。金融商品取引法の制定に伴って、証券取引法がなくなるだけでなく、投資顧問業法、抵当証券業規制法、金融先物取引法も廃止され、同法の関連法律整備法により89にもおよぶ法律が改正されたとあれば、さらに複雑に思える。金融商品取引法の解説だけで一冊の書籍になる話をコンパクトにまとめている節ではあるが、証券化に関する近時の個別立法も多く、全体像の把握は容易ではないと改めて感じる。

本書の増補新版は、初版と同様にお薦めの一冊であると評者は考えるが、読者の1人としてお願いをしたい点が1点ある。評者のような金融の調査・研究などを通じて法制面への興味をもった読者(多くはそうであろう)にとっては、法整備の流れ図のようなものがあると、どの法律がいつ改正されたのか、改名したのか、どの法律とどの法律が関連しているのかなどが目視できると思う。或いは、証券化関連法制のピラミッド図のようなものがあれば、関連する法律の位置関係がわかりやすいだろう。証券化は筆者がいうようにリーガル・エンジニアリングの側面が強く、特別法も多い。図で確認できるページがあれば初学の読者にとってもとつきやすいに違いない。

初版に比べ、増補部分が加わっているため、本書は厚みを増した。初学者は手に取るのを躊躇するかもしれない。しかし、本書は他の書評でも高く評価されてきた良書であり、法・会計・税制度がわかりやすく、かつ詳しく解説されている。証券化に関連するこれだけの幅広い分野を1人の著者がカバーしている文献は非常に少なく貴重である。

最後に、繰り返しになるが、本書の初版が出版された2004年以降、日本の法律は大きく変化した。証券化関連の法制整備もそうであるが、民・商法、倒産法制などの基本法レベルでの改正がおこなわれている。本書の注釈によると、この一連の改正は、明治期以来の抜本的な整備である。これらはもちろん証券化にも関連する。証券化関連の法整備が始まった90年代前半から2009年までの20年近い年月について、証券化に関する幅広い視点から捉えている本書は今後数年色あせない良書といえる。数年後にはまた増補新版か改訂版を期待したいと願う。

注

- 1) 本評は増補部分に焦点をあてるが、本書の初版の書評は複数の雑誌で取り上げられている。書評が掲載された雑誌は『証券経済研究』2004年12月、『証券アナリストジャーナル』2004年11月、『経済セミナー』2004年11月号などである。簡潔に、一言で要約すると次のようにまとめられるだろう。

本書は、主に法的な視点から本格的に証券化を捉えているが、証券化を経済学（金融論）をベースに解説している書籍でもある。薄っぺらい入門書ではなく、法学者が法解釈を中心にまとめた難解なものでもない。そのため、法制面の記述は初学者にわかりやすくまとめられているし、単著であるため問題意識が首尾一貫していて、各専門領域の関連が理解しやすい。

(中央大学専門職大学院国際会計研究科准教授)